

# Lieber Investor!

Beschleunigtes Verfahren, im Börsenjahr Accelerated book building genannt, heisst es häufig bei der Plazierung grosser Pakete von Aktien. Am Morgen teilt eine Bank mit, für einen Investor ein grosses Aktienpaket am Markt unter institutionellen Anlegern plazieren zu wollen, und bereits am gleichen Abend verlautet dann: Auftrag ausgeführt.

Beschleunigtes Verfahren könnte es künftig auch öfter im Fall von Börsengängen heissen, so wie ich es diese Woche am deutschen Markt beobachtet habe. Der Solaranlagen-Bauer Conergy hat sich dem Publikum geöffnet. Das Emissionsvolumen betrug 243 Mio. €. Die Aktien notierten am Freitag 25% über dem Ausgabepreis, die Marktkapitalisierung erreicht 680 Mio. €.

## Teilchenbeschleuniger

Das Spezielle am Conergy-Börsengang, geführt von Deutsche Bank und Commerzbank, war das Verfahren. Wie üblich fanden zwar die Präsentationen vor Investoren – die Road-Show – statt. Im Unterschied zum bisherigen Usus, auch hier in der Schweiz, wurde die Preisspanne aber nicht vorher, sondern erst gegen Ende der Tour festgelegt; die Einschätzung der Investoren wurde miteingebaut. Damit soll vermieden werden, dass es in der Öffentlichkeit zu Preisdiskussionen kommt und womöglich die Preisspanne nachträglich korrigiert werden muss. Denn das würde den Börsenkandidaten und auch die Banken in ein ungünstiges Licht stellen. Schlechte Trefferquoten für die Preisspanne führen am Markt zu Irritationen.

Eine weitere Neuheit des Verfahrens ist, dass die Zeichnungsfrist für Institutionelle nur drei Tage und für Privatinvestoren sogar nur zweieinhalb Tage dauerte. Es gab Marktteilnehmer, die warnten, das sei zu wenig Zeit, Privatanleger würden so

schnelle Entscheide scheuen. Doch die Bedenken wurden nicht bestätigt: 20% der Emission gingen an Private.

Die Kürze der Zeichnungsfrist verringert das Risiko, dass Störfaktoren, die von aussen kommen und nicht den Börsenkandidaten betreffen, auftreten. Das für Conergy gewählte Verfahren war das erste seiner Art in Europa. Es sollte auch hier in der Schweiz – wo die Liste der Börsenaspiranten lang ist – aufgegriffen werden.

## Biotech und die Diversifikation

Die perfekte, breit gestreute Anlage im attraktiven, aber überdurchschnittlich volatilen Biotechnologiesektor gibt es nicht. Wegen der oft massiven Kursrückschläge der Biotech-Aktien – wie die Beispiele Biogen Idec und Elan zeigten – sei in dieser Branche eine breite Diversifikation der Anlagen unumgänglich, habe ich in der Mittwoch-Ausgabe geschrieben. Einzelanlagen und auch Aktien von Beteiligungsgesellschaften, die in ihren Portfeuille Schwergewichte bilden dürfen, seien unter diesem Aspekt riskant. Als ideales, weil besonders breit gestreutes Instrument erwähnte ich die an der American Stock

Exchange (Amex) gehandelten Biotech HOLDRS Trust. Doch diese Information ist leider nicht korrekt. Mehrere aufmerksame Leser, die den Titel zum Teil in ihrem Portfeuille halten, wiesen mich darauf hin.

Der an der Amex rege gehandelte Biotech HOLDRS zeigt nicht etwa einen repräsentativen Index, sondern «nur» einen Korb von Biotechnologieaktien. Dieser Korb, und das ist nun entscheidend, ist alles andere als gestreut: Die beiden grössten Beteiligungen, Amgen und Genentech, machen wegen ihrer hohen Marktkapitalisierung gegenwärtig 29,6 bzw. 29,2% des Baskets aus – zusammen fast 60%. Von einer breiten Diversifikation kann somit keine Rede sein! An dritter Stelle folgen die Aktien Gilead Sciences mit 8,4%. Biotech HOLDRS haben in letzter Zeit in erheblichem Mass vom erfreulichen Abschneiden von Genentech profitiert.

Doch es kann – das müssen sich Käufer von Vehikeln mit geringer Diversifikation bewusst sein – auch einmal in die andere Richtung gehen. Selbst Blue chips wie Amgen oder Genentech sind vor Rückschlägen nicht gefeit – auch sie könnten oder werden irgendwann aus Bewertungsgründen für eine Korrektur reif sein.

Wer eine breit gestreute Biotech-Anlage sucht, die die Qualifikation «diversifiziert» auch verdient, kommt mit dem iShares Nasdaq Biotechnology Index Fund (Börsenkürzel: IBB) auf die Rechnung: Dieser Exchange traded fund bildet den Nasdaq Biotech-Index nach. Andere Biotech-ETF gibt es nicht. Aber auch dieses Vehikel hat seine Nachteile: Aktien, die nicht am Nasdaq gehandelt werden, sind nicht im Index bzw. im IBB enthalten. Prominenteste Abwesende: Die an der Nyse kotierten Genentech. Amgen, das andere Schwergewicht im Biotech HOLDRS, werden am Nasdaq gehandelt. Sie sehen: Die Wahl des richtigen Vehikels ist im Biotech-

nologiesektor eine anspruchsvolle, aber lohnende Aufgabe. Einzelanlagen sind für meinen Geschmack zu risikoreich.

## Ölpreis-Gefahren

Die Ölpreise steigen und steigen. Selbst die Ankündigung der Opec, die Förderquoten erhöhen zu wollen, konnte die Hausse nicht stoppen. Im Gegenteil – vieles spricht für einen bald noch höheren Preis. Augusten erwarten schon bald einen Fasspreis von 70 \$ und mehr. Was bedeutet diese Entwicklung für die Weltwirtschaft? Die Finanzmärkte haben in letzter Zeit erstaunlich gelassen reagiert – wie wenn die stetige Verteuerung der Energie keinen Einfluss auf Wirtschaftswachstum, Zinsen und Devisenkurse hätte. Im Moment dominiert noch der vorteilhafte Aspekt, indem die anziehenden Kurse der Öläktien die Börsenindizes stützen. Doch die Ruhe kann trügerisch sein. Wer weiss, vielleicht ist der Ölpreis schon bald wieder ein marktbeeinflussendes, marktbelastendes Thema?!

Die Ölpreishausse und ihre makroökonomischen Auswirkungen sind auch Gegenstand unserer neuen Internet-Umfrage (www.finanzinfo.ch/umfrage). Welches ist Ihrer Meinung nach die grösste Gefahr eines länger dauernden Ölpreisanstiegs? Würden hohe Energiekosten das Wirtschaftswachstum ab und führen gar in eine Rezession? Oder müssen wir bald mit einem Anstieg der Kerninflation rechnen – was die Zentralbanken auf den Plan rufen müsste? Oder ist gar eine Stagflation – stagnierendes Wachstum und gleichzeitig anziehende Inflation – unausweichlich?

Im Praktikum

**Wenn wir einen Streit zwischen der Vergangenheit und der Gegenwart eröffnen, dann werden wir die Zukunft verlieren.**  
**Winston Churchill**  
 brit. Politiker, Premierminister, Nobelpreisgewinner (1874–1965)

## Anlegen mit Wandelanleihen: Zeitpunkt zum Kauf ist günstig – Trend zu komplexeren Strukturen (Teil 3)

# Selbst ein kräftiger Zinsanstieg bringt wenig Kursverluste

Von Alexander Mueller

Wandelanleihen waren mit einer durchschnittlichen Rendite in Dollar von 8% pro Jahr über die letzten elf Jahre eine der attraktivsten Anlagekategorien (vgl. Grafik). Sie haben Aktien und Staatsanleihen deutlich übertroffen und waren den beiden nur in den Jahren 1994 und 2004 unterlegen. Wandelanleihen bzw. Convertibles sind Obligationen mit einer Option, meistens auf Aktien (vgl. FuW Nrn. 10 und 14 vom 5. und 19. Februar).

1994 erhöhte die US-Notenbank (Fed) die Zinsen schneller und kräftiger, als der Markt erwartet hatte, was sowohl Festverzinsliche als auch Aktien unter Druck setzte. 2004 geschah das Gegenteil: Die Zinsen fielen, und die Aktien schlossen das Jahr mit Gewinn ab. Das vergangene Jahr hätte für Wandler erfolgreich werden sollen, was jedoch nicht der Fall war. Hauptgrund für die schlechte Performance war die sinkende Volatilität (Kursschwankung) in Aktien, die sich nachteilig auf die eingebettete Option der Wandelanleihe auswirkte.

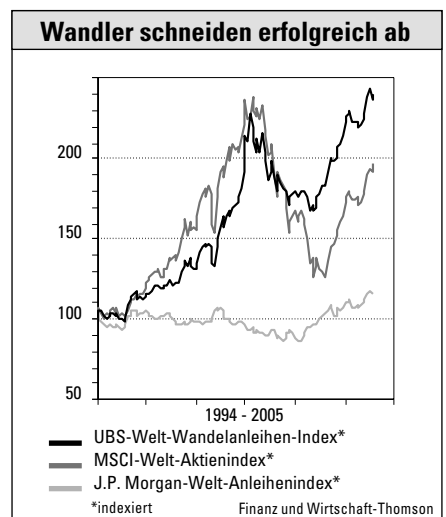
## Wenig Emissionen 2004

Ein zweiter Faktor für das schlechte Abschneiden war das schwindende Emissionsvolumen. Unternehmen haben sich im Jahr 2004 darauf konzentriert, ihre Bilanzen zu bereinigen und Schulden abzubauen. Neuemissionen waren selten und weniger günstig als in den Jahren davor. Die hohe Nachfrage der Hedge funds und das spärliche Angebot der Emittenten haben die Bewertungen am Primärmarkt erhöht.

Setzt man die Rendite von Wandelanleihen zu ihrer Volatilität ins Verhältnis, haben Wandelanleihen Aktien jedoch geschlagen. Risikoadjustiert schafften es die Wandler zwar, Aktien zu schlagen, aber das letztjährige Resultat sah dennoch weniger überzeugend aus als frühere. Die Ren-

dite der Wandler betrug 9,2%, die Volatilität als Mass für das Risiko 4,7%. Aktien rentierten 12,8% (Volatilität 7,8) und Staatsanleihen 10,1% (6,75).

Der grösste Treiber für die Bewertung bei Wandelanleihen sind nach wie vor die Aktienkurse (Delta). Der Marktkonsens geht gegenwärtig von einem graduellen Aufwärtstrend der Aktienbörsen aus. Renditeaufschläge (Credit spreads) und Volatilitäten sind in den letzten zwei Jahren dramatisch gefallen. Entsprechend gering wird das Risiko eines Abschwungs eingeschätzt. Das ist ein gutes Szenario für Wandelanleihen.



Szenario	Aktien	Obligationen	Risiko-aufschlag <sup>1</sup>	Volatilität	Wandelanleihen
Boom	15	5	0	5	9,5
	5	0	20	2	2,0
Status quo	0	3	20	0	1,0
	0	0	30	0	0
Baisse	-5	0	50	5	-1,0
	-15	-5	100	10	-4,0

Angaben in %  
<sup>1</sup> Risikoaufschlag (Credit spread) in Basispunkten  
 Quelle: CSAM

Die meisten Analysten befürchten, die Zinsen könnten schneller als ursprünglich erwartet steigen, was den Kurs der Obligation in der Wandelanleihe unter Druck setzte. Das Zinsrisiko ist sicherlich vorhanden, allerdings ist die Auswirkung auf die Kurse der Wandelanleihen wegen der normalerweise kurzen Laufzeit (Duration) eher klein.

Andere Marktteilnehmer glauben, die grössten Risiken lägen im Mangel an Neuemissionen. Obschon es stimmt, dass 2004 in Europa das Emissionsvolumen dramatisch vermindert wurde, haben andere Regionen wie Asien und Japan Wachstum verzeichnet. Die Emissionstätigkeit wird kaum weiter verlangsamt. Wahrscheinlicher ist, dass sich der Primärmarkt weg von Wandelanleihen mit normalen Optionen (Plain vanilla) hin zu komplexeren, massgeschneiderten Strukturen verschiebt, die für die aktuelle Phase mit tiefer Volatilität geeigneter sind. Es dürften zudem mehr synthetische Wandelanleihen an den Markt kommen, die mittlerweile günstiger sind als ausstehende.

## Hedge funds als grösstes Risiko

Das grösste Risiko liegt aus unserer Sicht in der Performance der Hedge funds, die in Wandelanleihen investiert sind. Arbitragemöglichkeiten sind drastisch geschwunden, risikolose Gewinne sind zu einem Relikt geworden, und es ist höchst unwahrscheinlich, dass sie je wieder möglich sein werden. Entsprechend mager sind seit dem vergangenen Jahr die Renditen solcher Strategien ausgefallen, und bereits wurden die ersten Gelder aus Arbitragefonds abgezogen. Der Abfluss könnte sich beschleunigen und schliesslich in einen Ausverkauf münden. In einem solchen Szenario wären Wandelanleihen sowohl historisch als auch im Vergleich mit anderen Anlageklassen extrem günstig bewertet.

Durch den drastischen Rückgang der Volatilitäten an den Aktienmärkten sind

Wandelanleihen wesentlich günstiger bewertet als vor einem Jahr. Ihr Risiko-Rendite-Profil ist attraktiv. Mit der verringerten Optionsprämie befinden sie sich nahe an ihrem Bond floor, also am Wert der Obligation ohne Option auf Aktien. Gleichzeitig haben sie an Konvexität gewonnen, das heisst, sie bieten bei steigenden Aktienkursen mehr Aufwärtspotenzial als Kursverluste bei fallenden Aktienkursen.

Um abzuschätzen, wie sich Wandelanleihen in verschiedenen Szenarien entwickeln, haben wir eine synthetische Wandelanleihe aufgesetzt, die das Risiko-Renditeprofil des Wandelanleihenuniversums (UBS Global Convertible Bond Index) spiegelt. Der Wandler hat eine Prämie von 72% (Aufpreis gegenüber dem Direktkauf der Aktie). Die Rendite (Running yield) beträgt 2,3%, die Laufzeit sieben Jahre. Zwei Eigenschaften stechen auf den ersten Blick hervor: Erstens sind Wandelanleihen derzeit mit einem Delta von 45% ziemlich aktiensensitiv. Falls Aktien 1% steigen, sollten Wandelanleihen rund 0,45% zulegen. Zweitens weisen Wandelanleihen mit 3,2 Jahren eine eher kurze Restlaufzeit (Duration) bis zum Call des Emittenten oder Put des Investors auf. Ein kräftiger Zinsanstieg würde die Kurse der Wandler deshalb kaum senken.

Sechs Szenarien beleuchten die Performance von Wandelanleihen in unterschiedlicher Marktverfassung (vgl. Tabelle). Das Resultat zeigt: Wandelanleihen schützen gegen Kursverluste, ohne in einer Hausse auf Gewinne zu verzichten.

Es ist unwahrscheinlich, dass Wandelanleihen ein zweites Jahr in Folge von Aktien und Obligationen übertroffen werden. Obwohl noch kein Faktor sichtbar ist, der die Volatilität in die Höhe treibt, kann sich das schnell ändern – Wandler profitieren am meisten davon. Der Zeitpunkt für die Investition in Wandelanleihen ist optimal.

Alexander Mueller ist Portfolio Manager Global Convertible Bonds von Credit Suisse Asset Management.

## Meinungen zur Börsenlage

### Schweiz

«Wie erwartet hat die Schweizerische Nationalbank die Leitzinsen unverändert gelassen. Das Zielband für den Dreimonats-Libor ist damit seit September 0,25 % bis 1,25 %, wobei wie bis anhin der mittlere Bereich von 0,75% anvisiert wird. Gemäss SNB hat sich im Zuge der sich abschwächenden Wirtschaftsentwicklung in Europa auch das Wachstum in der Schweiz verlangsamt. In ihrem wirtschaftlichen Ausblick prognostiziert sie für das laufende Jahr ein BIP-Wachstum von 1,5% und rechnet mit einer leicht rückläufigen Teuerung. Im Februar sind die Produzenten- und Importpreise jedoch leicht über den Erwartungen gestiegen, wobei besonders für die Importpreise eine markante Zunahme festzustellen war. Vor diesem Hintergrund gefallen uns eher defensive Aktien wie zum Beispiel Roche, Nestlé und UBS.»

Basler Kantonalbank

### Europa

«Der Ölpreis kennt in diesen Tagen nur eine Richtung: aufwärts. Trotzdem sind die Auswirkungen auf Wachstum und Inflation bislang recht moderat gewesen. Denn im Gegensatz zu den 70er-, 80er- und 90er-Jahren, als die Weltwirtschaft jeweils wegen Ölpreisschocks in eine Rezession geriet, hat sich die Ölintensität der Produktion in den meisten Ländern deutlich verringert. Zumindest ein Teil des Ölpreisanstiegs der letzten Wochen lässt sich fundamental nicht mehr erklären. Wie die Daten der US-Aufsichtsbehörde CFTC zeigen, haben die spekulativen Netto-Longpositionen in den Rohöl-Futures zuletzt das höchste Niveau seit Mai 2004 erreicht. Wir gehen deshalb davon aus, dass der Ölpreis in den kommenden Wochen nachgeben wird. Indizes, die nicht von Ölwerten dominiert werden, wie der Dax oder der SMI, sollten davon überproportional profitieren. Wir bevorzugen in diesem Umfeld Aktien von TUI, Axa und Astra Zeneca.»

M.M. Warburg, Hamburg

«Da die Weltwirtschaft ansehnlich expandiert und die Exzesse im Ölpreis bald abebben sollten, bleiben die Aussichten besonders für europäische Aktien gut. Schwächere Kurse können deshalb als Kaufgelegenheit genutzt werden. Eine spezielle Chance sehen wir derzeit im Mobilfunkanbieter Vodafone, der sich durch Zukauf in Tschechien und Rumänien weitere wachstumsstarke Märkte eröffnet hat.»

Commerzbank

## Versicherungen

«Die Rückkehr der Inflation ist von zentraler Bedeutung für das Geschäftsmodell der Lebensversicherer: Während ein Zinsanstieg im Nichtleben zu einer beschleunigten Erosion der Profitabilität führt, winken im Lebensgeschäft höhere Margen und Volumen. Der abrupte Zinsanstieg seit Mitte Februar ist deshalb für die Lebensparte günstig zu werten. Historisch betrachtet bleibt das Zinsniveau aber tief, besonders in Europa. Die Abflachung der US-Zinskurve belastet das Neugeschäft. Aegon (Hold) und ING (Buy) trifft die Abflachung am stärksten. Investoren, die die von Zinssprüngen und der flacheren US-Zinskurve ausgehenden Risiken meiden wollen, empfehlen wir Munich Re und Fortis.»

Credit Suisse

Anzeige

## Pro Fonds (Lux) Emerging Markets

# 10 Jahre TOP

PMG Fonds Management AG  
 Zürich  
 Tel. +41 44 221 27 38  
 www.pmg-fonds.ch